

*Onder de K.B.'s 15 en 150 ter bevordering van de investeringen met aandelenuitgifte en ter bevordering van het aandelenbezit is een aanzienlijk volume aan middelen gedirigeerd naar risicodragende beleggingen.*

*In dit artikel wordt geargumenteed dat deze effecten zich grotendeels ook zouden voorgedaan hebben zonder deze K.B.'s, aangezien het economisch klimaat gunstig was.*

*In het licht hiervan is het zeer de vraag of de onzekere opbrengst van de Cooreman-De Clercq maatregelen kan opwegen tegen de budgettaire kost die ze veroorzaken. De kost van het De Clercq-luik werd begroot op 50 miljard over de periode 1982-1985. Het Cooreman-luik kost tot 1994, 87 miljard. Samen met de perverse inkomensverdelingseffecten noopt dit de auteurs ertoe te pleiten voor een niet verlenging van het luik Cooreman en om het luik De Clercq een jaar vroeger stop te zetten of minstens de perverse verdelingseffecten te neutraliseren door de fiscale tegemoetkoming voor alle inkomensgroepen even hoog te stellen door de aandelenaankoop aftrekbaar te maken van de betaalde belastingen en niet van het belaste inkomen.*

## Het KB 15 Cooreman-De Clercq : een evaluatie (\*)(\*\*)

### PACOLET, JOZEF

° Tienen 1951, Licentiaat-Doctorandus in Economische Wetenschappen. Was wetenschappelijk medewerker aan het Centrum voor Economische Studiën van 1977 tot 1983. Vanaf 1981 deeltijds docent aan de Vlaamse Economische Hogeschool te Brussel en sinds 1983 deeltijds projectleider aan het Hoger Instituut van de Arbeid, Leuven.

### GEEROMS, HANS

° Ninove 1959, Licentiaat en Doctorandus in Economische Wetenschappen, K.U. Leuven. Was wetenschappelijk medewerker aan het Centrum voor Economische Studiën van 1982 tot 1984. Is momenteel stagiair bij het Departement Studiën van de Nationale Bank van België

### Inleiding

De laatste maanden zijn er een aantal studies verschenen die een evaluatie trachten te maken van de KB's

15 en 150, de wetten Cooreman-De Clercq en die stuk voor stuk zeer lovend zijn. In deze studie tonen we aan dat de gunstige effecten van deze maatregelen dienen genuanceerd te worden en dat de balans niet meer eenduidig positief is eens men de kosten van de operatie in rekening neemt.

(\*) Met dank aan W. Coumans, M. Dombrecht en M. Quintyn, voor gewaardeerde opmerkingen bij een eerste versie van dit artikel; aan A. Decoster, voor de berekening van de bijlage 1 en aan G. Van Hove voor de taalcorrectie.

(\*\*) Dit artikel is geschreven zonder kennis van het artikel van A. Farber, «Avantages fiscaux et relance: tentative de bilan», (Cahiers Econ. de Bruxelles, n° 103, pp.370-393/1984) dat hetzelfde thema op een theoretische wijze benadert. De auteurs kunnen zich trouwens volledig akkoord verklaren met de conclusies van A. Farber.

In paragraaf 1 omschrijven we de inhoud en doelstellingen van KB 15 en 150. In paragraaf 2 geven we een overzicht van de ramingen omtrent het volume van middelen dat het KB heeft gemobiliseerd. Paragraaf 3 toont aan dat de meeste andere evaluaties van het KB 15 tamelijk optimistisch klinken, vooral wat de gunstige invloed op het beursklimaat betreft, en nogal de baten beklemtonen zonder de (budgettaire) kosten te vermelden.

den. Het zijn deze twee punten die de kern van dit artikel vormen. In paragraaf 4 plaatsen wij het KB 15 binnen de andere factoren die de beurs mogelijk gunstig hebben beïnvloed. In een laatste paragraaf worden vraagtekens gezet achter de globale weerslag op de financiering van de economie, en wordt voorai de kostprijs daarvan geraamd: de budgettaire minderontvangsten.

## 1 Wat houden KB 15 en 150 in?

Het KB 15 omvat twee luiken. Het eerste luik, door gaans aangeduid naar één van de inspirators van dit KB, senator COOREMAN, wenst de aandelenemissie opnieuw aantrekkelijk te maken voor de ondernemingen. Het bepaalt dat voor vennootschappen die tijdens 1982 en 1983 opgericht worden of hun kapitaal verhogen, de *bedrijfswinsten* die als dividend uitgekeerd worden aan de aandeelhouders gedurende 10 jaar *vrijgesteld zijn van vennootschapsbelasting* indien investeringsverbintenissen in België worden aangegaan en uitgevoerd. (Noteer dat er in uitzonderlijke gevallen toestemming kon gegeven worden om bestaande schulden terug te betalen of verliezen aan te zuiveren, dus zonder dat nieuwe investeringen plaatsvonden. Onder tusschen blijkt deze uitzonderingsclausule in de praktijk toegelaten te zijn voor kapitaalsverhogingen ten belope van om en bij de 95 miljard). Deze belastingsvrijstelling der bedrijfswinst geldt per boekjaar slechts ten belope van 13% van het nieuwe uitgegeven en in speciën afbetaalde kapitaal en voor zover de belastingsbesparingen worden uitgekeerd aan de nieuwe aandelen. Indien dit niet het geval is, wordt het vrijstellingspercentage teruggebracht van 13 naar 8% en de termijn van 10 jaar naar 5 jaar.

Dit alles resulteert in de mogelijkheid de eerstvolgende 10 jaar de vennootschapsbelasting drastisch of zelfs tot nul te herleiden.

Het tweede luik, aangeduid als DE CLERCQ-luik, naar de Minister van Financiën, wenst het aandelenbezit

nen voor elk van die aanslagjaren 1983-1986 maximaal 40.000 (+10.000 fr. per persoon ten laste) beleggingen in aandelen mogen aftrekken van hun belastbaar inkomen.

Het KB 150 voegt hieraan enkele marginale wijzigingen toe.

## 2 De omvang van de middelen aangetrokken binnen het KB 15 en 150

Over het succes van het KB 15-150 bestaan verschillende ramingen, zowel voor het DE CLERCQ-luik als het COOREMAN-luik

In *tabel 2* geven wij daarvan de meest definitieve. Hierbij raamt men de totale opbrengst van AFV-aandelen op 300 miljard voor 1982 en 1983, en zal tegen het huidige beleggingsritme het Monory-luik voor de periode dat zij van kracht is (1982-1985) ongeveer 100 miljard opgebracht hebben.

Dat dit een enorme massa van middelen uitmaakt t.o.v. de vroegere interesse voor aandelen blijkt uit de evolutie van het beleggen in aandelen (*tabel 1*), evenwel enkel wat de openbare emissies betreft.

De middelen vermeld in *tabel 2* zijn niet allemaal nieuwe middelen, beschikbaar voor investeringen. Zo zijn in de AFV-cijfers heel wat dubbeltellingen vervat, voornamelijk vanwege de middelen die gebruikt zijn voor participaties in filialen.

Zo zijn belangrijke emittenten van AFV-aandelen de holdings geweest (Groep Brussel Lambert 11,1 miljard, Generale Maatschappij 7,7 miljard, Cobepa 3,1 miljard) die op hun beurt inschreven op AFV-emissies van de ondernemingen uit de groep. De Kredietbank berekent dat als gevolg hiervan het reële bedrag aan nieuw kapitaal 30% lager ligt. Ook werd niet altijd beroep gedaan op vers geld, o.m. bij conversie van obligaties. Tevens zijn voor heel wat kapitaalemissies afwijkingen toegestaan op de verplichting dat 60% van de opbrengst moet aangewend worden voor investeringen in

*Tabel 1 Verwerving van aandelen (a)*

Jaar	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1982 (b)	1983 (b)
Bedrag (in miljard BF)	4	2	10	10	4	2	1	21	13	23

(a) uitsluitend openbare uitgiffen.

(b) 10 eerste maanden.

Bron: N.B.B., *Jaarverslag 1983*, biz. 190.

aantrekkelijker te maken voor de belegger. Soms wordt het ook aangeduid met de term «Monory-luik» naar de gelijkaardige Franse wet die aan de basis lag van dit KB. Dit tweede luik houdt in dat op dividenden uit nieuwe aandelen enkel de roerende voorheffing moet betaald worden. Belangrijker is evenwel dat de gezin-

België. Deze afwijkingen werden vooral toegestaan om schulden af te lossen (ongeveer 70 miljard volgens de Kredietbank)(1).

Al deze factoren laten de Kredietbank besluiten dat er van de 300 miljard vermelde middelen slechts «180 miljard overblijven om voor ten minste 60% direct in

**Tabel 2** *Omvang van de aangetrokken middelen*

**A. AANDELEN MET FISCAAL VOORDEEL — AFV (LUIK COOREMAN)**

Raming B. Van Ommeslaeghe (a)

	Publieke kapitaalver- hogingen	Private kapitaalver- hogingen	Totaal
1982	21,9	60,1	82
1983	54,6	66,9	121,5
Totaal 82-83	76,5	127	203

Berekening Kredietbank: AFV emissies (b)

	Publiek	Onderhandse emissies	Totaal
1982	20,1	73,2	92,3
1983	62,2	150	212,2
Totaal 82-83	82,3	223,2	305,5

**B. DE CLERCQ-AANDELEN**

Volgens de raming van de Hoge Raad voor Financiën

1982	10 miljard
------	------------

Omvang gemeenschappelijke beleggingsfondsen (c)

30.06.1982	1,388 miljard
31.12.1982	9,426 miljard
30.06.1983	13,381 miljard
31.12.1983	26,252 miljard

Monory aankopen: ramingen Kredietbank (b)

1982	15 miljard
1983	20 miljard
1984	25 à 30 miljard
1985	25 à 30 miljard

(a) B. VAN OMMESELAEGHE, Appels à l'épargne en 1982 et 1983 dans le cadre des Arrêtés n° 15 et 150, Studiedag U.L.B.

(b) S.N., Twee jaar aandelenwet, *Weekberichten Kredietbank*, 6 april 1984.

(c) Fivest, BBL-Fonds, Interselex Belga Fund, ES-Fonds, Belfund, Hermes.

België te worden geïnvesteerd» (2).

Ook in de De Clercq-aandelen geven de aftrekbare beleggingen niet steeds nieuwe middelen. Het kan immers aankopen van bestaande aandelen op de beurs betreffen, rechtstreeks of via één van de De Clercq-beleggingsfondsen, en voor een deel hebben deze fondsen op hun beurt ook AFV-aandelen in portefeuille genomen, wat uiteindelijk een dubbele fiscale tegemoetkoming betreft (3). Ook is het goed denkbaar dat men het fiscale voordeel realiseerde door aandelen die

men reeds in bezit had eerst te verkopen en dan in het raam van de aandelenwet terug te kopen.

**3 «De aandelenwet is een nuttige en geslaagde maatregel geweest om het beurswezen weer vlot te trekken en de ruggegraat van het bedrijfsleven te versterken» (4)**

De meest evaluaties die tot nu toe gemaakt zijn van de KB's 15 en 150 komen overwegend uit bankierskringen (5), uit beurskringen en van de indieners van deze KB's zelf (6).

De teneur van deze evaluaties gaat van optimistisch tot euforisch. Immers:

- er is 300 miljard vers geld naar de bedrijven gestroomd (inclusief alle dubbeltellingen ten gevolge van het feit dat vele holdings met eigen kapitaalverhogingen geparticipeerd hebben in de kapitaalverhogingen van andere bedrijven en inclusief de afwijkingen op de 60 pct.-norm van investeringsverplichting);
- de discriminatie van het risicodragend kapitaal ten opzichte van het vastrentende kapitaal is gedeeltelijk weggewerkt. Dit heeft de financiering via aandelen gestimuleerd;
- het vertrouwen in de beurs is toegenomen;
- het bestaan van de beleggingsfondsen heeft ervoor gezorgd dat aandelenbezit mogelijk is geworden voor iedereen (de beperkte aftrekbaarheid van 40.000 BF + 10.000 BF per persoon ten laste, laat immers niet altijd een goede risicospreiding toe bij directe beleggingen op de beurs wat wel het geval is bij aankoop van aandelen van beleggingsfondsen);
- dit alles heeft de beurskoersen doen stijgen en de omzet doen toenemen.

De KB's 15 en 150 hebben dan ook het gewenste doel bereikt (7), d.w.z.:

- rechtstrekking van de financiële structuur van de onderneming;
- heroriëntering van het Belgische sparen naar het risicodragend kapitaal;
- vermindering van de kosten van het risicodragend kapitaal;
- de reductie van de vennootschapsbelasting.

Weinig auteurs vermelden andere factoren om de beursheropleving en de herkapitalisatie van de ondernemingen te verklaren. Een uitzondering hierop is de enquête van de BBL waarin gesteld wordt dat de investeringen die nu onder het regime van de wet (KB 15 en 150) zullen gebeuren ook anders zouden gebeurd zijn maar dan gefinancierd zouden geweest zijn met leningen (8).

De Kredietbank bestempelt andere factoren als secundair: «Dit succes werd ongetwijfeld ook in de hand gewerkt doordat de aandelenwet precies op tijd is gekomen. Zij werd gelanceerd in het kader van een algemeen regeringsbeleid dat beoogde de concurrentiekracht en de bedrijfsrendabiliteit te herstellen (...). Tevens kwam ze op een ogenblik dat de hoge rente zwaar doorwoog in de bedrijfsfinanciering.» (9).

Nochtans blijft gelden dat «de aandelenwet de onontbeerlijke aanzet is geweest tot het herstel uit een toestand die geleid heeft tot een volledige opdroging van een essentiële bron van kapitalen voor de ondernemingen» (10).

#### **4 De Belgische beurs van 1978 tot 1984. De relatie met intrestvoeten, looninleveringen en muntdepreciaties**

In *grafiek 1* wordt de evolutie weergegeven van de beursindex van aandelenkoersen. In *grafiek 2* vindt men de evolutie van de beursomzet, eveneens over de periode oktober 1977-mei 1984.

Abstractie gemaakt van enkele vage cyclische bewegingen kan men globaal genomen stellen dat na maart 1982, datum waarop het KB 15 van kracht werd, de beurs een enorme vlucht heeft genomen. Zowel de stijging van de koersen als de toegenomen omvang aan beurstransacties wijzen op een verhoogde belangstelling voor aandelenbeleggingen en een substitutie van kapitalen van vastrentende activa in binnen- of buitenland naar risicodragende aandelen in België. Een enorme kapitaaltoevloed naar de bedrijven moet op die manier mogelijk zijn geweest, zoals blijkt uit *tabel 2* hierboven.

Ogenschoonlijk is het succes van het KB 15 en 150 hiermee bewezen.

*Grafieken 3 en 4* tonen nochtans dat ook andere determinanten kunnen aangevoerd worden om de beurs-hausse van na maart 1982 te verklaren. *Grafiek 3* geeft de relatie weer tussen de index van de korte termijn-rentevoet (in casu de rente op handelspapier op de vrije private markt) en de koersindex. We stellen een negatieve relatie vast tussen beide variabelen (een correlatiecoëfficiënt van  $-0.65$  met één honderdste van een procent kans dat hij gelijk is aan 0). De algemene beleggingstheorie stelt twee mogelijke relaties voorop. Voor een belegger die zijn portefeuille op grond van zijn opbrengst-risicoverhouding samenstelt, is de meest rendabele strategie aandelen verkopen en kortlopend papier kopen als de rente stijgt. Een stijgende rente doet dan de aandelenmarkt leeglopen en drukt de prijzen. Een negatieve correlatie treedt dan op. Anderzijds is het ook zo dat gunstige beleggingsperspectieven op de aandelenmarkt tot ontleningen op de

geldmarkt kunnen leiden. Men stelt dan een positieve correlatie vast.

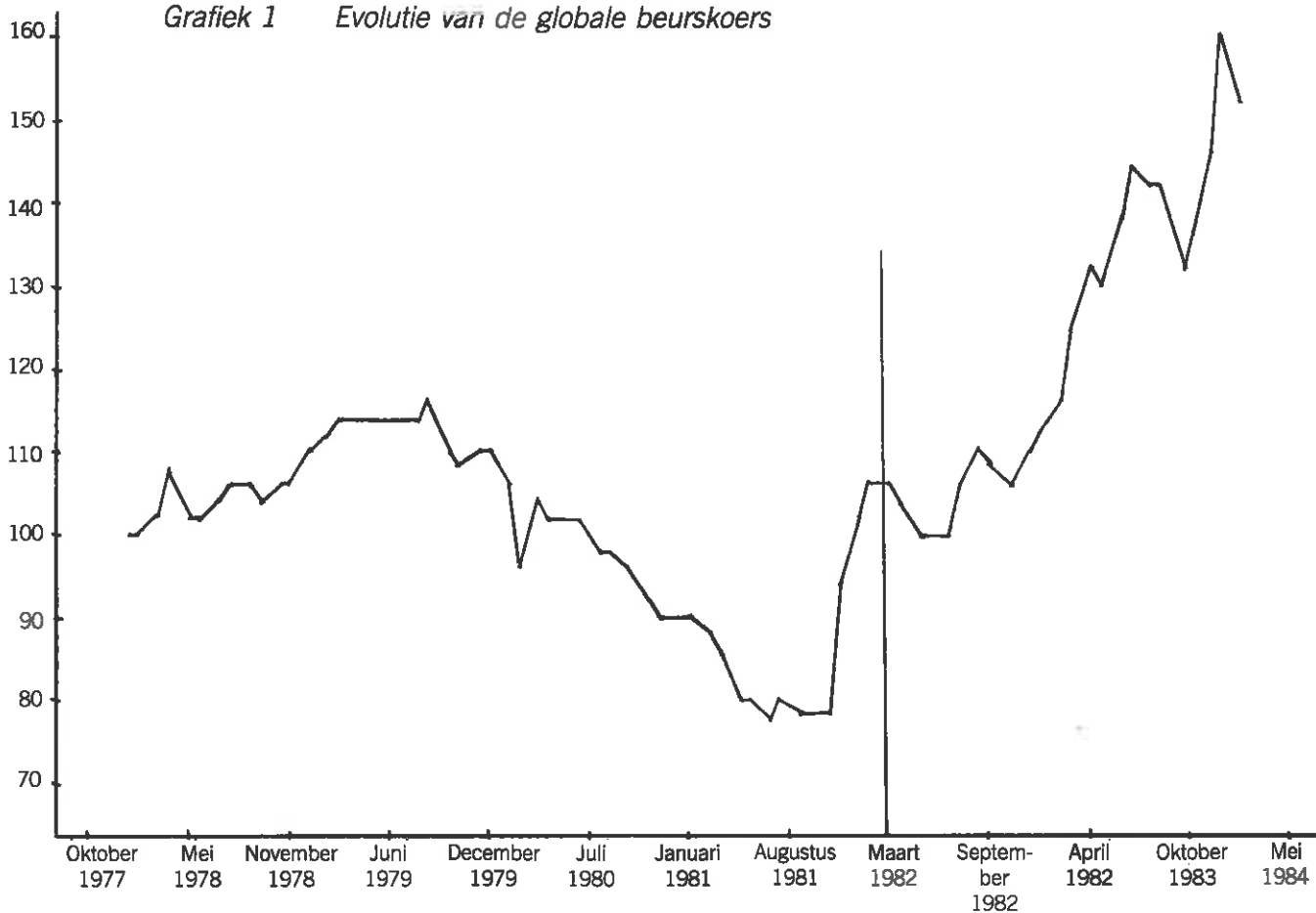
Voor de langlopende rente geldt deze laatste verklaring niet. Daar kan enkel substitutie optreden tussen risicodragend en vastrentend waardepapier. *Grafiek 4* die de relatie weergeeft tussen de index van de rente op overheidsobligaties en de aandelenkoersen geeft dit negatief verband duidelijk weer (correlatie =  $-0.53$ , significant op 0.01 % niveau). Vanaf midden '79 drukte de stijgende nominale (en reële) lange-termijnrente de beurs. Vanaf maart '82 begint de lange-termijnrente te dalen. Het wordt weer rendabel in aandelen te beleggen. De kapitalen vloeien terug naar de beurs en de koersen stijgen. Toevallig valt dit samen met de wet Cooreman-De Clercq.

Er zijn nog andere factoren die kunnen ingeroepen worden om de beurshausse van na maart '82 te verklaren. Vooreerst was daar de globale heropleving van de Amerikaanse economie. De Dow Jones (de beursindex van de New Yorkse Stock Exchange) kende rond die tijd het begin van een spectaculaire heropleving en dit had gunstige repercussies op alle Westerse beurzen, ook op de Brusselse. We vonden een correlatie van 0.54 tussen de DJ en de Brusselse beursindex (significant op 0.01% niveau).

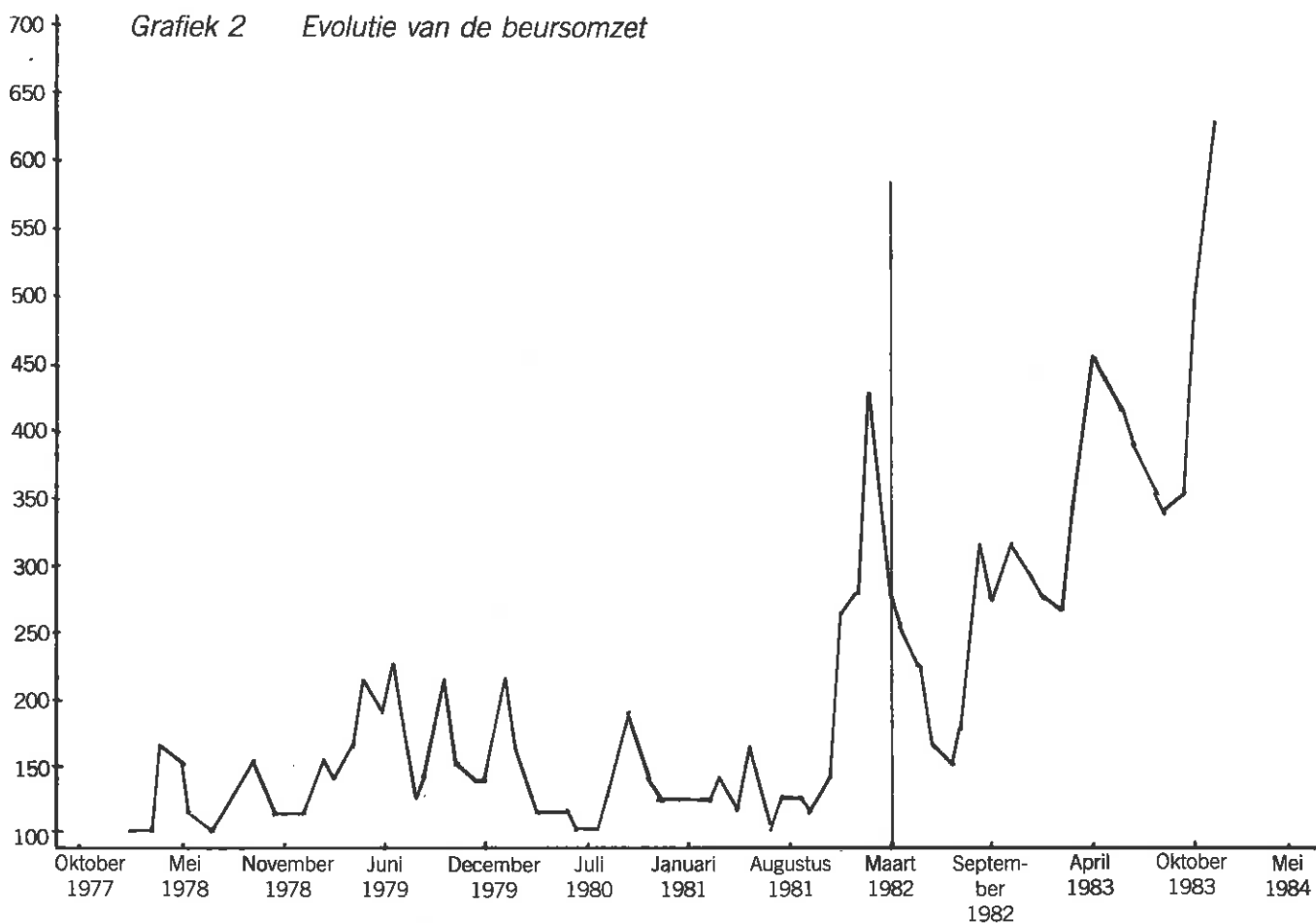
*Grafiek 5* geeft het verloop weer van de beursindex van België, Nederland en West-Duitsland. In België werd in maart 1982 het KB 15 van kracht, in Nederland en West-Duitsland niet. Men stelt vast dat tot 1980 de beursevolutie van deze landen vrij gelijklopend is. In 1981 stijgen de Nederlandse en Westduitse beurzen maar daalt de Belgische. Vanaf eind '81 begint dan een ware beurshausse in de drie landen.

Twee interpretaties zijn mogelijk. Men kan enerzijds stellen dat ook zonder KB 15 de waargenomen beursstijging zou opgetreden zijn, zoals het geval was in andere landen. Anderzijds kan men wijzen op het achterblijven van de Belgische beurs in 1981 en kan men aanvoeren dat zonder KB 15 er helemaal geen beursopleving zou geweest zijn. Twee andere elementen dienen nochtans in rekening te worden genomen. De beursdaling vanaf het tweede kwartaal van '81 kan te wijten zijn geweest aan de onrust voorafgaande aan de verkiezingen van eind '81, hetgeen een element van onzekerheid introduceerde op de beurs. Men kan dus niet zomaar stellen dat de zware belastingen die in België op het risicodragend kapitaal drukken de heropleving van de beurs in de weg stonden, temeer daar deze moordende belastingen gedurende '79-'80 blijkbaar geen beletsel waren om gelijke tred te houden met buitenlandse aandelenmarkten. Daarenboven doet de «heropstanding» van de Belgische beurs zich reeds vanaf eind januari '82 voor, dus anderhalve

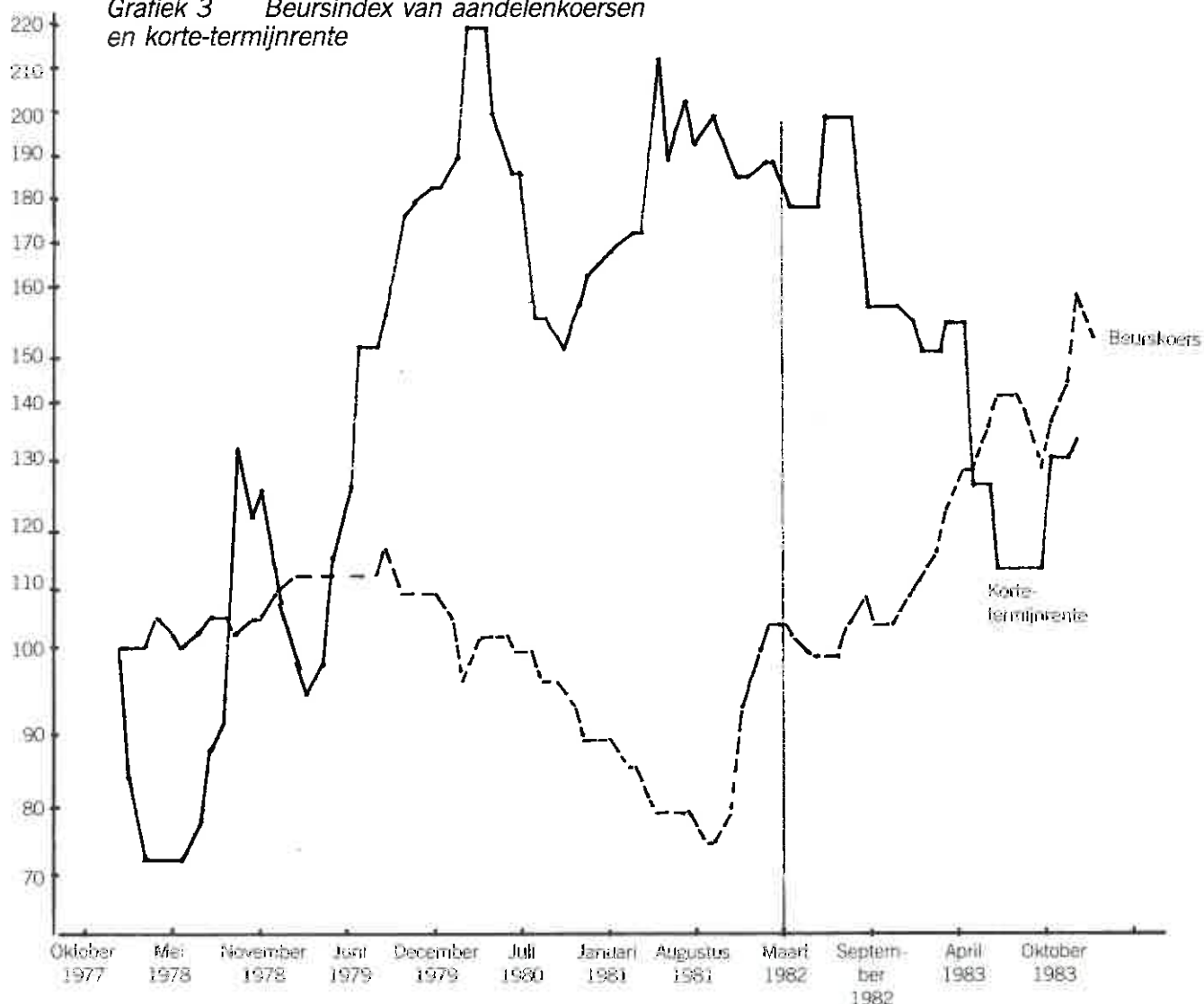
Grafiek 1 Evolutie van de globale beurskoers



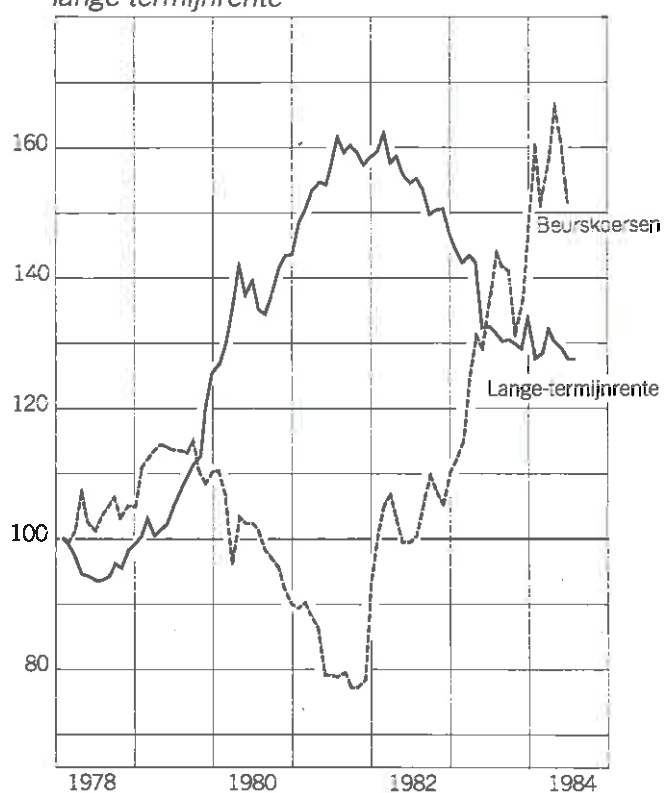
Grafiek 2 Evolutie van de beursomzet



Grafiek 3 Beursindex van aandelenkoersen en korte-termijnrente



Grafiek 4 Index van aandelenkoersen en lange-termijnrente



Grafiek 5 Beursindex van Nederland, West-Duitsland en België





Tabel 3 De determinanten van de beursopleving, februari 1978-mei 1984

Verklarende variabelen	Index van nominale aandelenkoersen (1)	Index van reële aandelenkoersen (2)	Index van nominale beursomzet (3)	Index van reële beursomzet (4)
Intercept	-100.21 (-1.56)	-0.67 (-1.35)	77.2 (0.15)	0.22 (0.05)
Reële lange termijnrentevoet	-4.34 (-2.72)	-0.06 (-5.3)	2.16 (0.17)	0.004 (0.04)
Dow Jones	0.05 (4.98)	0.00011 (1.29)	0.31 (3.58)	0.002 (2.75)
Dummy voor KB 15	3.25 (0.57)	0.016 (0.37)	-129.33 (-2.90)	-1.13 (-3.05)
Conjunctuurindicator NBB	0.65 (5.63)	0.0047 (5.29)	3.52 (3.83)	0.029 (3.89)
Effectieve wisselkoers	0.71 (1.89)	0.01 (3.48)	-3.37 (-1.13)	-0.021 (-0.84)
Reële loonkosten, 1 periode vertraagd	11.09 (0.69)	0.15 (1.22)	-60.5 (-0.47)	-0.38 (-0.35)
Dummy voor aantreden Martens V in dec. '81	28.19 (5.48)	0.22 (5.63)	166.9 (4.1)	1.44 (4.25)
Reële korte termijnrentevoet	0.749 (0.94)	0.007 (1.1)	-0.15 (-0.02)	-0.0048 (-0.09)
Afwijking financiële frank	-1.01 (-2.42)	-0.009 (-2.79)	-5.09 (-1.54)	-0.04 (-1.54)
	$\bar{R}^2 = 0.91$ DW = 0.85	$\bar{R}^2 = 0.93$ DW = 1.16	$\bar{R}^2 = 0.84$ DW = 1.13	$\bar{R}^2 = 0.78$ DW = 1.24

Bron:

Reële lange termijnrentevoet, Tijdschrift van de Nationale Bank van België, tabel XIX-7

Dow Jones, Survey of Current Business,

Conjunctuurindicator NBB, Tijdschrift van de Nationale Bank van België

Effectieve wisselkoers, Tijdschrift van de Nationale Bank van België

Reële loonkost, Tijdschrift van de Nationale Bank van België

Reële korte termijnrentevoet, Tijdschrift van de Nationale Bank van België

Afwijking financiële frank, De Financieel Economische Tijd.

maand voor het uitvaardigen van het KB 15.

Samenvattend kan dus gesteld worden dat vóór maart 1982 alle omstandigheden gunstig waren om tot een opleving van de beurs te komen.

De diverse factoren hebben we nogmaals samengevat via regressie-analyse, weergegeven in tabel 3.

Men merkt hoe de Belgische beursopleving vooral verklaard wordt door de internationale beursopleving (positief teken van de Dow Jones index) en door de verwachtingen omtrent de conjunctuur (positief teken van de NBB-conjunctuurindicator). Het effect van de reële loonkost is niet significant verschillend van nul, een fenomeen dat hoofdzakelijk verklaard wordt door de multicollineariteit die geïntroduceerd wordt door het gelijktijdig opnemen van de conjunctuurindicator en de loonkostvariabele. In equaties die geschat werden zonder de conjunctuurindicator kreeg de reële loonkostvariabele wel een significant negatief teken, hetgeen illustreert dat verlaging van de loonkosten de rentabiliteit

van de ondernemingen optrekt en hun beurswaarde doet stijgen. Het is diezelfde multicollineariteit die ook het teken van de lange termijnrentevoet in twee gevallen insignificant maakt. In alternatieve equaties zonder de conjunctuurindicator werd een significant negatief teken gevonden voor de lange termijnrente, voor alle equaties (substitutie van risicoloze activa door aandelen) en een significant positief teken voor de reële korte termijnrente, hetgeen waarschijnlijk moet verklaard worden uit de ontleningen op korte termijn om aandelen aankopen te financieren.

Het variërend teken van de effectieve wisselkoers hangt opnieuw nauw samen met de introductie van de conjunctuurindicator. Zonder deze laatste variabele vindt men inderdaad een significant negatief verband. De afwijking van de financiële frank t.o.v. de officiële BF, die we gebruiken als een voorspeller voor een te verwachten devaluatie, heeft overal een onverwachte significant negatieve coëfficiënt. Naarmate de afwijking van de financiële frank toeneemt en – in onze veronderstelling – de devaluatieverwachtingen sterker wor-

den zouden de beurskoersen moeten toenemen. Wel is het mogelijk dat dit negatief teken de kapitaalvlucht weerspiegelt die optreedt bij devaluatieverwachtingen en waarbij mogelijkwerwijze aandelen verkocht worden om te beleggen in deviezen.

Het belangrijkste is echter het sterk significante positieve teken voor het aantreden van het liberaal-christen-democratisch kabinet van Martens V en het insignificante teken van de dummy voor het invoeren van het KB 15. Wat de beursomzet betreft is dit teken zelfs negatief. Er zijn plausibele verklaringen. Een eerste is dat het KB 15 de beurs niet heeft doen opleven, zelfs integendeel. De alternatieve verklaring is: bij het aantreden van Martens V werden maatregelen verwacht ten gunste van het bedrijfsleven (daling loonkost, belastingvoordelen, afbouwen reglementeringen, devaluatie...), één van die maatregelen was het KB 15. Men verwachtte misschien zelfs meer dan het KB 15 en was teleurgesteld dat enkel die maatregel rechtstreeks de beurs ten goede kwam, mogelijk daarom een inzinking van de beursomzet bij het invoeren van het KB 15, een teleurstelling voor de hoopvol gestemde beleggers.

Het is echter onmogelijk de weerslag van verwachtingen die Martens V geschapen had rond december 1981 en deze van het uitvaardigen van het KB 15 in maart 1982 te splitsen. Dit resulteert in twee extreme stellingen. De eerste is: het KB 15 heeft geen invloed gehad op de beurs, wel integendeel. De tweede is: het KB 15 of analoge maatregelen werden reeds geanticipeerd voordien, waarbij zelfs in deze meest gunstige hypothese moet in het oog gehouden worden dat er tal van andere factoren waren die een veel significantere invloed hebben gehad op de beurs. In deze meest gunstige hypothese blijft de invloed van het KB 15 marginaal.

De verklaringswaarde van dit model wordt bevestigd door een analyse van de resttermen. Ter illustratie geven wij deze resttermen voor de eerste equatie. Hieruit blijkt geen systematische over- of onderschatting.

Dat de gunstige economische context van begin '82 ten grondslag ligt aan de beursopleving en de talrijke kapitaalverhogingen en niet het KB 15 wordt ook bevestigd door een enquête van BBL-ENDP-RUG (11) die in oktober 1983 werd doorgevoerd bij 500 ondernemingen. 84% van de nieuwe ondernemingen en 77% van de nieuwe investeringen zouden ook tot stand zijn gekomen zonder KB 15. De voornaamste reden tot kapitaalverhogingen en oprichten van nieuwe bedrijven was de behoefte aan nieuwe middelen. We kunnen beamen: «de vraag naar eigen vermogen is een zaak van de onderneming en kan niet bij wet worden geregeld» (12).

## 5 De winnende en verliezende partijen

### 5.1 De financiering van de economie

Het KB 15 en 150 beoogt de emissie van het risicodragend kapitaal en het beleggen daarin te stimuleren met het oog op een sanering van de financiële structuur van de onderneming en het verruimen, direct of indirect (13), van de financieringsmiddelen van de ondernemingen. Hiervan kunnen nieuwe investeringen verwacht worden, in bestaande bedrijven of in nieuwe.

In de tweede paragraaf vermeldde wij reeds dat slechts een beperkt gedeelte van de gemobiliseerde middelen voor dit investeringsdoel kunnen bestemd worden.

Daarnaast rijst de vraag of deze middelen ook niet zonder de fiscale maatregelen zouden gevonden zijn. Ook zonder KB 15 en 150 waren er diverse maatregelen die de rendabiliteit van de ondernemingen zouden opdrijven en bijgevolg aandelenbeleggingen opnieuw aantrekkelijk maken (14).

Ook konden een aantal bedrijven de sanering van hun financiële structuur niet blijven uitstellen. Immers was de rentelast te zeer opgelopen en kon men slechts verder beroep doen op schuldfinanciering als de kapitaalstructuur hersteld werd.

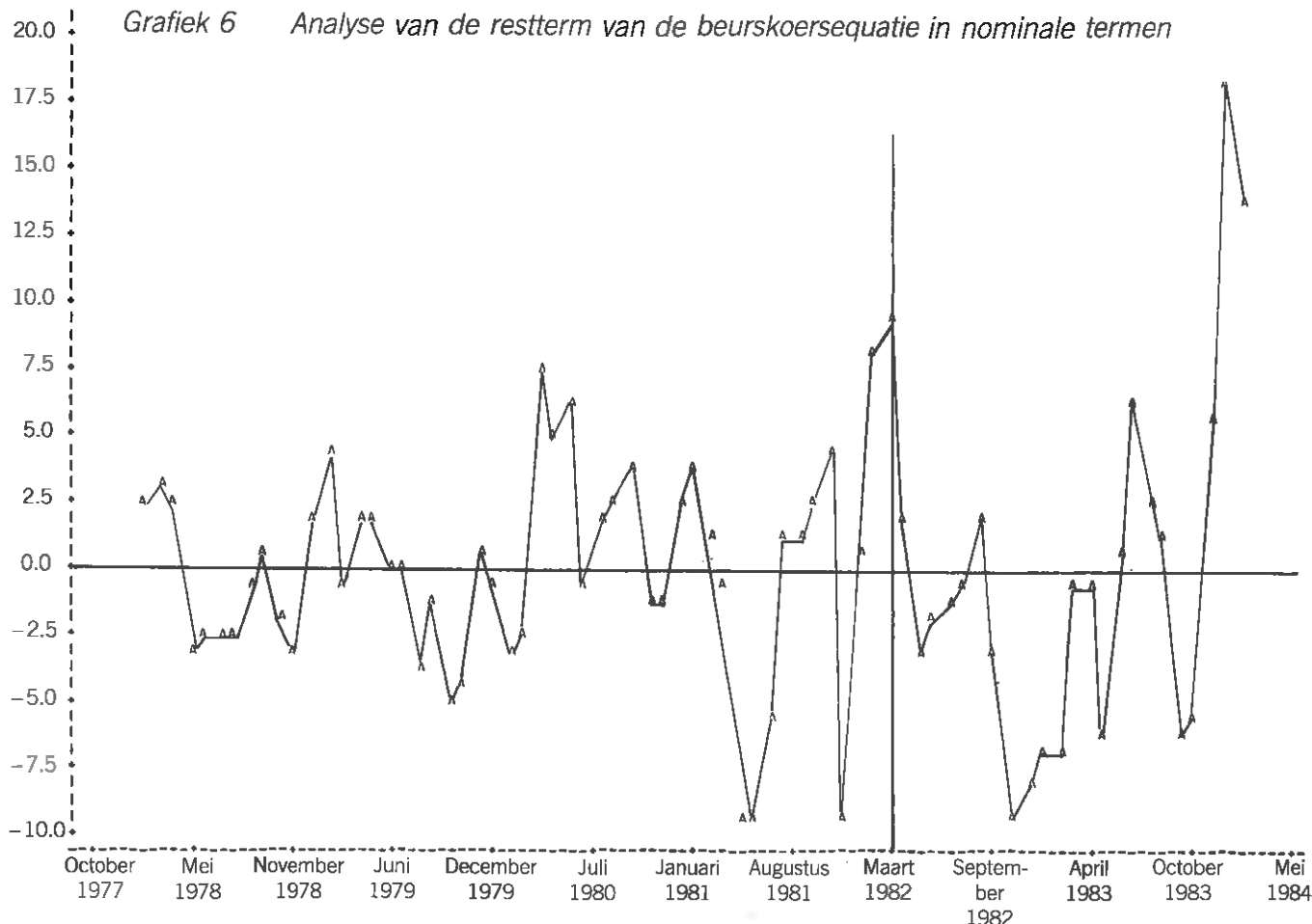
Uit een enquête, waarbij bepaalde reserves dienen in acht genomen te worden gegeven de beperkte omvang ervan, georganiseerd bij de bedrijven die gebruik maakten van AFV-emissies blijkt dat de kapitaalverhogingen vooral (51,6%) om economische redenen werd uitgevoerd, met de fiscale voordelen op de tweede plaats (44,7%), terwijl 35,8% van de bedrijven zegt dat de kapitaalverhoging ook zou gebeurd zijn zonder de fiscale stimulering en, nog belangrijker, dat 76,6% van de investeringen ook zouden doorgevoerd zijn zonder het KB 15. In dat geval zou 70,9% ervan via leningen gefinancierd zijn. Overigens blijkt dat voor die bedrijven de kapitaalverhoging daadwerkelijk bestemd was voor nieuwe investeringen, wat in 77% van de gevallen aanleiding gaf tot behoud van tewerkstelling en in 22% tot nieuwe tewerkstelling (15).

Voor het starten van nieuwe bedrijvigheden was de fiscale stimulans nog minder doorslaggevend (39%), waardoor het goed begrijpelijk wordt dat 84% van de nieuwe bedrijven ook zonder KB 15 en 150 opgericht zouden zijn (16). Ook bestaat de mogelijkheid dat deze nieuwe bedrijven slechts een tot filiaal omgevormde afdeling zijn van een bestaand bedrijf, zodanig dat het effect als nieuwe investering nihil is.

Opmerkelijk is het grote volume aan middelen aange trokken door holdingmaatschappijen die op hun beurt



Grafiek 6 Analyse van de restterm van de beurskoersequatie in nominale termen



participaties namen in diverse bedrijven in en buiten de groep. Het zou interessant zijn om na te gaan of deze participaties niet aanleiding hebben gegeven tot de verhoging van de economische macht in bepaalde groepen, dit gefinancierd door belastingvrijstellingen. Een voorbeeld van de omvangrijke kapitaalbeweging binnen bestaande financiële groepen is de Generale Maatschappij van België. Binnen deze groep werd in 1982 en 1983 voor niet minder dan 62 miljard nieuwe uitgaven van AFV-aandelen verricht. Hiervan was 54,8 miljard tegen contanten en 7,5 miljard betrof conversie van obligaties.

Deze cijfers illustreren de toch wel aanzienlijke concentratie van de kapitaalbehoeften (60 miljard of 1/5 van het totaal van de AFV-emissies). De cijfers van de Generale maatschappij illustreren overigens treffend het verschil tussen de bruto-cijfers en de uiteindelijke netto-kapitaalinbreng: van de 62 miljard zijn er 20,7 miljard dubbeltellingen door de intekening van de groep zelf op de emissies van haar dochter- of zustermaatschappijen.

## 5.2 De oude aandeelhouders

De oude aandeelhouders kunnen eenduidig bij de winnende partijen gecatalogeerd worden.

Het Cooreman-luik van het KB 15 kent aan de vennootschappen de mogelijkheid toe de vennootschapsbelasting drastisch te verminderen. Dit komt de oude aandeelhouders ten goede. Dit effect wordt bewerkstelligd via volgend mechanisme.

De waarde van alle aandelen van een bedrijf is de geactualiseerde waarde van alle toekomstige netto-winsten van dat bedrijf. Bovenstaande belastingbesparing – die kan gerealiseerd worden indien nieuwe aandelen worden uitgegeven – verhoogt de netto-winst in de volgende (9 of 10) jaren en dus ook de geactualiseerde winst of de waarde van alle aandelen.

Gegeven het voorkeurrecht dat de originele aandeelhouders bij inschrijving op nieuwe aandelen hebben komt de prijsstijging van de aandelen steeds aan hen toe. Het spel van vraag en aanbod zorgt ervoor dat ofwel de prijs van de bestaande aandelen wordt opgetrokken ofwel dat de prijs van het inschrijvingsrecht – het recht om in te tekenen op nieuw uit te geven aandelen en dat toekomt aan de oude aandeelhouders – zodanig gesteld wordt dat alle mogelijke gunstige effecten naar de oude aandeelhouders gaan via deze inschrijvingsrechten (18).

Men kan een beeld krijgen van de inkomensklassen waarin de oude aandeelhouders zich bevinden uit de Financiële Statistieken.

Tabel 4 geeft de ongelijke verdeling weer van de roerende inkomsten (19). Men kan redelijkerwijze aannemen dat de inkomens uit roerende goederen een beeld geven van die roerende beleggingen zelf. Men stelt vast dat de 10 % rijkste belastingbetalers 64 % van alle roerende inkomsten aangeven en dat van die 10 % het 1 % hoogste inkomens 40 % van de roerende inkomsten aangeeft. Het zijn dus deze oude aandeelhouders die hun vermogen verder zien toenemen ten gevolge van het Cooreman-luik, althans indien men veronderstelt dat het KB 15 een significante invloed had op de beurs. Het is onze mening dat deze invloed echter gering was. De beurs zou ook gestegen zijn zonder het KB, zodanig dat de oude aandeelhouders ook zo hun koerswinsten zouden geïncasseerd hebben. De fiscale tegemoetkomingen laten dan enkel voor de nieuwe aandeelhouders toe de aandelen tegen een lager bedrag aan te schaffen. Dit impliceert ook dat na

Op basis van een simulatieprogramma voor de gezinsfiscaliteit werd in *bijlage 1* een raming gemaakt van de maximale aftrek die door de gezinnen kon gebeuren, dit per inkomenscategorie (20). Het totale geraamde bedrag heeft hier weinig zin omdat niet alle gezinnen gebruik maakten van de aftrek, en ook niet voor het totale bedrag. Meer informatie over de mate waarin de belastingplichtigen gebruik maakten van het De Clercq-luik is te vinden in het in de pers veel besproken rapport van de Hoge Raad van Financiën betreffende de raming van de kost van de fiscale tegemoetkomingen (de zogenaamde fiscale uitgaven) (21). Daarin raamde men voor het jaar 1982 dat er niet minder dan voor ongeveer 10 miljard fr. aandelen afgetrokken zijn op de belastingaangiften en dat dit aanleiding gaf tot een totale belastingvermindering van 5,2 miljard. Uit deze raming bleek dat ook vooral de lage inkomensgroepen slechts in beperkte mate gebruik maakten van de mogelijkheid (in de laagste inkomensschijf nog geen 1 % van de belastingplichtigen). Ook bleek het gemiddeld bedrag waarvoor de aftrek gebeurde aanzienlijk lager te liggen bij deze lage inkomens dan het maxi-

Tabel 4 De verdeling van de roerende inkomsten in 1981

Deciel	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Percent roerende inkomsten in totaal van alle inkomensgroepen	2.9	3.2	4.2	3.3	2.9	4.1	4.1	5.0	6.1	64.2
Percentiel	91	92	93	94	95	96	97	98	99	100
Percent roerende inkomsten in totaal van alle inkomensgroepen	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	2.4	2.8	3.8	7.0	40.0

Bron: Financiële Statistieken N.I.S.

afloop van de KB's de soms vermelde koersdaling niet optreedt.

### 5.3 Opbrengst voor gezinnen en bedrijven

De gunstige effecten van het KB 15-150 worden bewerkstelligd door het belastingvoordeel dat aan de bedrijven en aan de beleggers wordt toegekend.

#### a De Clercq-luik

Voor het De Clercq-luik is dit voordeel rechtstreeks toegekend aan de belegger. Zijn beleggingen in aandelen zijn aftrekbaar van het belastbaar inkomen en de besparende belasting is dan ook de marginale aanslagvoet op het aftrekbaar bedrag.

maal mogelijke bedrag (afhankelijk van hun gezins-situatie).

Dit was te verwachten. Vooreerst hebben de lagere inkomenscategorieën een lagere spaarquote en dus veelal niet de mogelijkheid om 40.000 fr. plus 10.000 fr. per persoon te beleggen, en dit dan nog voor een periode van vijf jaar (22). Daarnaast is het fiscale voordeel veel geringer voor de lage inkomenscategorieën. In *bijlage 1* worden de marginale aanslagvoeten berekend en daaruit blijkt dat voor de hoogste inkomens het belastingvoordeel tot 72 % kan oplopen, terwijl dit voor de laagste inkomens slechts 13 % bedraagt. Ook is het fiscale voordeel geringer doordat de marginale belastingvoet daalt naarmate het gezin groter wordt. Vooral bij lage inkomensschijven wordt het belastingvoordeel vlug onbestaande. Deze factoren verklaren dat de lage

inkomens minder gebruik maken van de aandelenwet, en ook voor een lager bedrag. Voor de hoge inkomens blijkt het afgetrokken bedrag in de ramingen van de Hoge Raad voor Financiën goed overeen te komen met onze ramingen van het maximaal bedrag.

Op basis van de gemiddelde afgetrokken bedragen per aangifte, en rekening houdend met de indicaties over het procentueel aandeel van de aangiften die gebruik maken van de aandelenwet (maximaal 60% voor de hoogste inkomensschijven, bijna te verwaarlozen voor de lage inkomens) worden in *tabel 5* de totale bedragen die ingezameld waren in het kader van het De Clercq-luik (ramingen van de Kredietbank, *tabel 1*) verdeeld over de inkomenscategorieën. Er werden telkens zoveel fiscale aangiften verondersteld tot het totale geraamde bedrag werd bereikt. Rekening houdend met de marginale belastingpercentages van *bijlage 1* werd hierop het belastingvoordeel berekend, per inkomenscategorie en voor het totaal.

De ramingen van *tabel 5* tonen aan dat 250.000 tot 500.000 belastingplichtigen gebruik maakten van de

aandelenwet, of 6 tot 13% (in beurskringen werd het aantal gezinnen dat gebruik maakte van de wet op 10% geraamd). Deze gezinnen zouden over de periode 1982-1985 voor ongeveer 95 miljard fr. aandelen-aankopen aftrekken van hun belastbaar inkomen, hiermee een totaal belastingvoordeel realiserend van ongeveer 50 miljard.

Het gering aantal inschrijvingen in het eerste jaar kan te maken hebben met een informatiebarrière die tot gevolg had dat slechts beter geïnformeerde hogere inkomens gebruik maakten van de mogelijkheid. In de volgende jaren kan verondersteld worden dat de bekendheid van deze beleggingsmogelijkheid verruimd is, o.m. ook door de inspanningen geleverd door de De Clercq-fondsen om hun beleggingsvorm bij een groot publiek bekend te maken. Het is dus vooral een bekend raken bij een steeds ruimer publiek dat de grotere opbrengst verklaart. Immers, diegenen die al gebruik maken van de mogelijkheid, benutten deze meestal ten volle.

De fiscale minderontvangsten die wij in *tabel 5* bereke-

*Tabel 5 Raming omvang en verdeling van de fiscaal afgetrokken aankoop van aandelen, 1982-1985*

Inkomensklasse (in duizend fr.)	Totaal aantal aangiften in 1982 (a)	Aantal aangiften dat gebruik maakt van de aandelenwet		Gemiddeld bedrag (b)	Totaal bedrag (in miljoen) (4) x (5)	Marginale belastingvoet (in %) (b)	Belasting- voordeel (in miljoen) (6) x (7)	Belasting- voordeel per gemiddelde aangifte (in fr.) (8) : (4)
(1)	(2)	(a) (in pct.) (3)	(2) x (3) (absol.) (4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
0- 250	504.919	0,5	2.525	40.000	101	13,6	14	5.540
250- 500	1.496.961	1	14.970	45.000	674	37,4	252	16.830
500- 750	912.146	5	45.607	50.000	2.280	42,6	971	21.300
750- 1.000	460.793	1982 10	46.079	60.155	2.772	52,47	1.454	31.563
		'83 11	49.023	60.155	2.949	52,47	1.547	31.563
		'84 47	215.261	60.155	12.949	52,47	6.794	31.563
		'85 47	215.261	60.155	12.949	52,47	6.794	31.563
1.000- 1.500	276.081	'82 32	87.671	61.845	5.422	52,5	2.847	32.469
		'83 60	165.649	61.845	10.245	52,5	5.379	32.469
		'84 60	165.649	61.845	10.245	52,5	5.379	32.469
		'85 60	165.649	61.845	10.245	52,5	5.379	32.469
1.500- 2.000	60.417	60	36.250	62.718	2.274	57,5	1.308	36.063
2.000- 3.000	27.746	60	16.648	63.622	1.059	63,0	667	40.082
3.000- 4.000	6.813	60	4.088	63.977	262	69,0	181	44.144
4.000- 5.000	2.029	60	1.217	64.372	78	72,0	56	46.348
5.000-10.000	1.708	60	1.025	62.582	64	72,0	46	45.059
10.000-14.194,5	192	60	115	59.277	7	72,0	5	42.679
>14.194,5	195	60	117	56.848	7	67,5	5	38.372
		'82	256.312		15.000		7.806	
Totaal		'83	337.234		20.000		10.431	
		'84	503.472		30.000		15.678	
		'85	503.472		30.000		15.678	
Totaal 1982-1985					95.000		49.593	

(a) Gebaseerd op de raming van de Hoge Raad van Financiën.

(b) Gebaseerd op de eigen berekeningen in *bijlage 1*.

nen kunnen overschat zijn doordat wij maximale bedragen namen voor de totale inschrijving op De Clercq-aandelen. Een onderschatting vloeit echter voort uit het feit dat wij met aangiftegegevens van 1982 werkten. In de volgende jaren zijn de gezinnen in een hogere inkomensschijf terecht gekomen met bijgevolg ook een hoger belastingpercentage.

De fiscale minderontvangsten van het De Clercq-luik waren oorspronkelijk lager geweest indien ondertussen niet de bevrijdende roerende voorheffing was ingevoerd. Zij die inschreven op De Clercq-aandelen en dit aftrokken van hun belasting waren immers gehouden vanaf dan de dividenden hierop aan te geven en hierop belastingen te betalen. Omdat in 1982 (en dat geldt ook voor de volgende jaren) de aankopen geconcentreerd waren op het einde van het jaar zijn de belastbare dividenden voor dat jaar te verwaarlozen. Vanaf 1983 zou wel een dividend op de beleggingen van 1982 volledig kunnen belast worden. Onderstel dat dit 10% op de 15 miljard bedraagt. Tegen een belastingtarief van ongeveer 50% en na aftrek van 20% roerende voorheffing zou dit een meerontvangst voor de fiscus uitmaken van  $\pm 0,5$  miljard. Dit zou ook gelden voor de resterende 4 jaar dat het aandeel moest aangehouden worden. Op die manier werd een deel van de fiscale tegemoetkoming gerecupereerd. Vanaf 1984 heeft de liberatoire roerende voorheffing er echter voor gezorgd dat nog slechts 25% roerende voorheffing moet betaald worden, zodanig dat deze aandelen een dubbel voordeel genieten.

Naast de raming van de budgettaire weerslag van deze De Clercq-aandelen geeft *tabel 5* ook een treffende illustratie van de voor de herverdeling perverse effecten van deze fiscale tegemoetkomingen onder de vorm van een abatement: diegenen die een hoog inkomen hebben krijgen het grootste fiscaal voordeel. Per gemiddelde intekening blijkt het belastingvoordeel in absolute termen voor de laagste inkomens 5.540 fr. te bedragen, voor de hoogste inkomens loopt dit op tot 46.348 fr.

Dit perverse effect kan geneutraliseerd worden door aftrekbaarheid van het belastbaar inkomen te vervangen door een aftrekbaarheid van een uniform bedrag van de betaalde belastingen. Zo blijkt dat de gemiddelde budgettaire minderontvangst ongeveer 50% bedraagt (in 1982 bijvoorbeeld 7,8 miljard t.o.v. 15 miljard). Men had voor alle inkomenscategorieën kunnen stellen dat voor elke intekening op aandelen ten belope van 40.000 fr. + 10.000 fr. per persoon ten laste 50% van dat bedrag zou kunnen afgetrokken worden van de betaalde belastingen.

In deze termen denkt men overigens op dit ogenblik in Nederland waar ook de invoering van een Monory-wet wordt overwogen. Hier zou 33 1/3% van het aan nieuwe aandelen bestede bedrag met een maximum

van 5000 gulden voor ongehuwden en van 10.000 gulden voor gehuwden kunnen afgetrokken worden van de belastingen (23). Dit impliceert wel dat het absolute voordeel dat de hoge inkomens zouden realiseren in het Nederlandse voorstel groter zijn dan in de Belgische variant van de Monory-wet, zodanig dat de De Clercq-aandelen als «democratischer» kunnen bestempeld worden.

Overigens wordt in België soms wel gesteld dat het aftrekbare bedrag nogal laag is voor hoge inkomens. In Nederland zal de budgettaire effectiviteit echter groter zijn doordat met 1/3 belastingtegemoetkoming nieuwe kapitalen worden aangetrokken terwijl dit in België de facto op 1/2 is uitgedraaid. Indien men de modaliteiten zoals hierboven vermeld zou wijzigen in een uniform percentage voor iedereen, zou dit eventueel zelfs lager kunnen gesteld worden dan 50%, al dan niet vergezeld van een hoger bedrag ten belope waarvan mag ingetekend worden.

## **b Cooreman-luik**

De betekenis van het luik COOREMAN ligt vanuit ondernemingsstandpunt vooral op het vlak van de beschikbaarheid van een aanzienlijk volume nieuwe middelen, met als direct gevolg ook een dalend beroep op schuldfinanciering zodanig dat ook de resultaten gunstiger worden.

De beschikbaarheid over meer eigen middelen en het feit dat deze gezondere financiële structuur ook het beroep op vreemde middelen vergemakkelijkt verruimt ook de groeiperspectieven van de onderneming.

Voor de raming van de budgettaire implicaties moeten een aantal hypothesen geformuleerd worden. Volgens het Planbureau (24) slaat een derde van de 300 miljard op bedrijven die anders geen winst zouden opgeleverd hebben, dus ook geen vennootschapsbelasting, en anderzijds op vennootschappen die praktisch vrijgesteld zijn door toepassing van het stelsel van de definitief belaste inkomens.

Indien men dan veronderstelt dat voor de resterende 200 miljard (60 miljard in 1984, m.n. enkel 2/3 van de emissies van 1982; 200 miljard in 1985: 2/3 van de emissies van 1982 plus 1983) ten belope van het maximum, nl. 13% van het kapitaal, geen vennootschapsbelasting moet betaald worden dan bedraagt de minderontvangst:

*in 1984:* 45% van 13% van 60 miljard = 3,5 miljard

*jard*  
*in 1985:* 45% van 13% van 200 miljard = 11,7 miljard.

Dit is echter een overschatting van alle minderontvangsten. Van deze 300 miljard zouden immers anders ook

middelen zijn aangetrokken onder de vorm van vreemd vermogen. Dit is voor een deel gebeurd, o.m. wat betreft de conversie van schulden in AFV aandelen; ook voor die bedrijven die verklaarden ook zonder KB 15-150 middelen gezocht te hebben.

De intrest op deze middelen zou normaal afgetrokken zijn van de belastbare winst, maar anderzijds zou zij belast worden ofwel bij de vennootschapsbelasting van de financiële instelling die het krediet verstrekt, ofwel bij de inkomstenbelasting op de loonkosten van de financiële instelling, ofwel bij de roerende inkomstenbelasting van de deponent bij deze financiële instelling. De uiteindelijke budgettaire impact is bijgevolg moeilijk berekenbaar, vooral omdat niet geweten is hoeveel van de 300 miljard hieronder valt.

Ook wordt er hier verondersteld dat men er steeds in slaagt het maximum percentage uit te keren, wat ook niet altijd zeker is. Het Planbureau houdt er evenmin rekening mee dat op deze maximaal uitgekeerde belastingsvoordelen door de belegger ook roerende voorheffing moet betaald worden ten bedrage van 20%. De minderontvangsten bedragen dan slechts 2,8 en 9,36 miljard.

Dit belastingsvoordeel van jaarlijks maximaal 9,36 miljard zou doorlopen tot 1993. Voor deze toekomstige minderontvangsten van de overheid die voor de aandelenbelegger een inkomensstroom betekenen gedurende 9 of 10 jaar zou men de actuele waarde kunnen berekenen. Hiervoor wordt volgende formule gebruikt:

$$AW = \sum_{j=1}^{9,10} \frac{l}{(1+i)^j}$$

Waarbij  $l$  de belastingminderontvangsten voorstellen,  $i$  de gewenste intrestvoet (bijv. 10%) en  $j$  het aantal jaren (resp. 10 en 9 voor de emissies in 1982 en 1983).

Voor de 100 miljard in 1982 geëmitteerd zou de actuele waarde op dat ogenblik 15,74 miljard bedragen, voor de minderontvangsten in belastingen op basis van de 200 miljard van 1983 zou de actuele waarde op dat ogenblik 33,3 miljard zijn.

Dit betekent dat niet alleen voor het luik De Clercq het nieuwe aandelenkapitaal voor méér dan de helft is geleverd door de rijksbegroting maar dat ook voor het luik Cooreman de overheid tot 16% van de middelen zelf leverde.

Uiteraard is deze laatste berekening afhankelijk van de accuraatheid van de raming van de minderontvangsten. Tevens wordt geen rekening gehouden met de meerontvangsten. Het stimuleren van het risicodragend kapitaal gaat immers van de veronderstelling uit

dat dit de investeringen en de tewerkstelling zullen bevorderen, met al de meerontvangsten van dien. Dit effect wordt afgezwakt voor zover de investeringen ook niet zonder deze fiscale voordelen zouden zijn doorgevoerd wat volgens de hoger vermelde enquête van 76 tot 84% van de gevallen zou gebeurd zijn.

## 5.4 Minder-ontvangst voor de overheid

Hierboven berekenden wij reeds de fiscale voordelen voor de betrokken partijen. In *tabel 6* worden de minimale minder-ontvangsten voor de overheid samengevat.

Als referentiepunt geven wij ook de beoogde besparingen van het jongste spaarplan van de regering. Uit deze vergelijking blijkt dat vooral in 1984 de besparingsinspanning veel geringer had kunnen geweest zijn (of de besparingen groter) als men geen fiscale tegemoetkomingen had gegeven aan het risicodragend kapitaal. Deze ene maatregel maakt in dat jaar ongeveer 1/3 uit van het totaal te besparen bedrag, in 1985 nog 1/5.

## Besluit

De K.B.'s 15 en 150 hebben een aanzienlijk volume aan middelen gedirigeerd naar de risicodragende beleggingen. Dit succes is begrijpelijk als men nagaat dat de belastingsvoordelen niet gering waren. Toch kan de vraag gesteld worden of deze middelen ook niet zonder K.B. 15 en 150 zouden zijn gevonden.

Zo kan de heropleving van de beurs en het herstel van de interesse voor aandelen ook verklaard worden uit andere factoren als daar zijn: loonmatiging, devaluatie, rentedaling, internationaal beursverloop. Ook vanuit de ondernemingen zelf zijn er indicaties dat de middelen ook zouden gevonden zijn zonder fiscale stimulans. Bovendien wijzen diverse elementen erop dat de ondernemingen nu zelfs met meer liquiditeiten zitten dan zij nodig hebben. Dit kan mede verklaard worden doordat, omwille van een limiet in het luik AFV-aandelen tot 31 december 1983, de ondernemingen versneld hun kapitalen verhoogd hebben zonder dat er onmiddellijk een behoefte was.

In het licht van deze twijfels over de reële effecten van de K.B.'s en gesteld tegenover de enorme begrotingsdeficits en de besparingsplannen waartoe deze nopen is het nog meer de vraag of de minderontvangsten die voortvloeien uit deze K.B.'s wel verantwoord waren.

Zo berekenden wij dat voor de fiscaal aftrekbare belegging in aandelen (het De Clercq luik) de overheid via de directe minderontvangsten van 50 miljard over de periode van 1982 tot 1985 ongeveer 50% van de middelen zelf leverde, met bovendien nog het regressieve



Tabel 6 Fiscale minderontvangsten (in miljarden frank)

	De Clercq-luik	Cooreman-luik	Totaal	Spaarplan 1984-1986 Netto besparingen
1982	7,8	—	7,8	
1983	10,4	—	10,4	
1984	15,7	2,8	18,5	48,1
1985	15,7	9,36	25,1	129,5
1986	—	9,36	9,4	218,2
1987 tot 1993 (jaarlijks)	—	9,36	9,4	
Totaal over periode 1984-1986	31,4	21,52	52,9	395,8
Totaal over periode 1982-1993	49,6	87	137	

Bron: Eigen berekeningen en 'Het Spaarplan van Mariens V: een doorlichting', Kabinet Sociale Zaken, blz. 31.

verdelingseffect dat de hoge inkomens hier het meeste baat bij hebben.

Voor de AFV-aandelen (Cooreman luik) zullen de budgettaire minderontvangsten tot 1994 doorlopen en in nominale termen tot 87 miljard kunnen bedragen.

Tegenover deze directe minderontvangsten staan verwachte meerontvangsten tengevolge van de stimulering van de economische activiteit die men van deze maatregelen verwachtte.

Maar in het eerste deel van onze analyse toonden wij

aan dat deze verbetering van de economische activiteit ook zonder de K.B.'s zou opgetreden zijn, zodanig dat deze meerontvangsten moeilijk daaraan kunnen worden toegeschreven.

In deze context is een verlenging van het luik Cooreman, zoals op een bepaald moment werd voorgesteld, zeker niet aangewezen.

Ook zou kunnen overwogen worden het luik De Clercq een jaar vroeger te stoppen of minstens de perverse verdelingseffecten te neutraliseren door de fiscale tegemoetkoming voor alle inkomensgroepen even hoog te stellen.

# BIJLAGE 1 Maximale raming van de intekening op De Clercq aandelen en van de minder betaalde belasting, volgens inkomensklasse

Inkomensklasse (x 1.000 fr.)	Aantal aangiften (in 1981)	Maximale aftrek aandelen De Clercq			Minder betaalde belastingen			Procentueel belasting- voordeel (7)/(4)
		Totaal bedrag (in miljard fr.)	Gemiddeld bedrag (in fr.)	In %	Totaal bedrag (in miljard fr.)	Gemiddeld bedrag (in fr.)	In %	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
0- 250	1.102.393	50,1	45.484	26,0	6,8	6.188	10,1	13,6
250- 500	1.311.049	68,7	52.411	35,7	25,7	19.611	38,1	37,4
500- 750	722.600	42,1	58.285	21,9	17,9	24.834	26,5	42,6
750- 1.000	277.704	16,7	60.155	8,7	8,8	31.562	13,0	52,47
1.000- 1.500	166.270	10,3	61.845	5,4	5,4	32.468	8,0	52,5
1.500- 2.000	41.482	2,5	62.718	1,4	1,5	36.064	2,2	57,5
2.000- 3.000	22.112	1,4	63.622	0,7	0,9	40.082	1,3	63,0
3.000- 4.000	6.268	0,4	63.977	0,2	0,3	44.144	0,4	69,0
4.000- 5.000	2.392	0,15	64.372	0,08	0,1	46.347	0,2	72,0
5.000-10.000	2.313	0,14	62.582	0,07	0,1	45.058	0,2	72,0
10.000-14.194,5	305	0,02	59.277	0,01	0,01	42.681	0,01	72,0
> 14.194,5	291	0,02	56.848	0,01	0,01	38.356	0,01	67,5
Allen		193		100 %	67,5		100 %	

Bron: Berekeningen op basis van een simulatieprogramma voor de gezinsfiscaliteit.

- (1) S.N., Twee jaar aandelenwet, *Weekberichten Kredietbank*, 1984, nr. 14, p. 6.
- (2) *Ibidem*, p. 6.
- (3) S.N. Minder gekende aspecten van en leerrijke ervaringen uit de Belgische wetgeving op het risicokapitaal, *Ekonomische Berichten*, Paribas maart 1984, p. 5.
- (4) Citaat uit S.N., Twee jaar aandelenwet, *Weekberichten Kredietbank*, 6 april 1984, p. 6.
- (5) S.N., Effent de fiscus de weg naar de beurs?, *Weekberichten Kredietbank*, 7 en 14 mei 1982.
- S.N., De banken en het risicodragend kapitaal, *Aspecten en Documenten*, Belgische vereniging der Banken, Februari 1984, nr. 23, p. 37.
- S.N., De Beleggingsfondsen 'De Clercq', *BBL-berichten*, 19 maart 1984 p. 3.
- S.N., Minder gekende aspecten van en leerrijke ervaringen uit de Belgische wetgeving op risicokapitaal, *Ekonomische berichten*, Paribas maart 1984, p. 2-11.
- (6) Senator Cooreman in KNACK van 17 augustus 1983, p. 23-25.
- Minister W. De Clercq op de «Dag van het aandeel» georganiseerd door de Vereniging Effectenbescherming in Nederland, november 1983 en op het DULBEA-colloquium van 26 januari, 1984 over «L'encouragement du capital à risque: deux années d'expérience de l'application des arrêtés royaux nos 15 et 150».
- (7) P. SCOHIER, La Renaissance du marché financier Belge depuis deux ans: effet éphémère ou durable?, DULBEA colloquium van 26 januari 1984, p. 20.
- (8) T. BELLEFONTAINE, H. OOGHE, C. VAN WIJMEERSCH, E. VERBAERE, Volet «Cooreman» des arrêtés royaux n° 15 et 150: résultats d'un sondage BBL-FNDP-RUG, *Tijdschrift Bank- en Financiewezenen*, p. 5-13, 1984.
- (9) «Twee jaar aandelenwet», *op. cit.*
- (10) *Ibidem*.
- (11) BELLEFONTAINE et al., *op. cit.*
- (12) VAN 't HOF, Het stimuleren van het particuliere aandelenbezit in Frankrijk, *Ekonomisch Statistische Berichten*, 28-9-1983, p. 864.
- (13) Zie hierover ook F. MOREAU, Rentabiliteit en inflatieboekhouding, *Ekonomische berichten*, Paribas, oktober 1983.
- (14) H. GEEROMS, J. PACOLET, Aandeelhouderschap voor werknemers. Alternatief voor inlevering en fiscale maatregelen, *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, 1984, nr. 4.
- (15) BELLEFONTAINE e.a., *art. cit.*, p. 9-10.
- (16) *Ibidem*, p. 11-12.
- (17) Generale Maatschappij van België, *Jaarverslag 1983*, p. 3-7.
- (18) Deze wordt meer formeel uitgewerkt in A. FARBER, A qui profitent les mesures d'encouragement du capital à risque?, *Cahier Economiques de Bruxelles*, nr. 97, maart 1983, p. 3-13.
- (19) Men moet er hierbij rekening mee houden dat de financiële aangiften uiteraard niet gecorrigeerd zijn voor fiscale fraude, die de verdeling waarschijnlijk nog ongelijker zou maken.
- (20) Met dank aan André DECOSTER (CES, Leuven) die deze berekeningen maakte op basis van een simulatieprogramma voor de gezinsfiscaliteit. Voor meer informatie over de methode zie: A. DECOSTER, P. HOUTHUYS, I. NICAISE, J. PACOLET, R. WOUTERS, *Sociale zekerheid en gezinsfiscaliteit*, Leuven, H.I.V.A., 1984.
- (21) Zie o.m.: Hoge Raad schat fiscale uitgaven op 117 miljard, *Financieel Economische Tijd*, 29 mei 1984; Rapport Hoge Raad: 117 miljard belastingen wordt 'kwijtescholden', *De Morgen*, 26 mei. Op een parlementaire vraag van Vanvelthoven van 10 augustus 1984 antwoordde Minister De Clercq dat voor het aanslagjaar 1983, 194.470 belastingplichtigen aanspraak hebben gemaakt op de fiscale voordelen, dat ze voor een totaal bedrag van 10.469.938.000 fr. aandelen hebben gekocht, hetgeen de schatkist 5.500 miljoen fr. heeft gekost.
- (22) Zo blijkt uit de cijfers van het jongste budgetonderzoek dat de twee laagste inkomensdecien met gemiddeld 171.000 fr. en 270.000 fr. beschikbaar inkomen jaarlijks slechts 13.000 fr. en 4.000 fr. sparen (of 7,6 en 1,5% van het inkomen), terwijl het hoogste deciel met een inkomen van 1.200.000 fr. netto 175.000 fr. spaart of 14,5% (N.I.S., *Gezinsbudgetonderzoek 1978-1979*, Tabel E 28).
- (23) S.N., Fiscale prikkel van 200 mln gulden voor aankoop nieuwe aandelen, *Financieel Dagblad*, 5 juli 1984.
- (24) PLANBUREAU, *Technische Nota met betrekking tot de centrale herfstprojectie 1983-1984 van januari 1984*, blz. 12-13.